

汽零热管理前途无量，特斯拉国产化持续受益

增持|维持

——三花智控三季度报点评

事件：

公司于2019年10月25日发布第三季度报告。前三季度营业收入86.21亿元，同比上升4.30%；实现归母净利润10.56亿元，同比上升3.22%。其中，公司三季度营收27.89亿元，同比上升4.12%；归母净利润3.63亿元，同比上升4.68%。

● 毛利率抬头，回款增加，经营稳健

公司2019年前三季度四费率为13.65%，较去年同期上升1.13pct。其中，销售费用率为4.29%，较去年同期下降0.45pct；管理费用率为5.20%，较去年同期上升0.48%；研发费用率继续上升0.65pct至4.52%；财务费用率因受到汇兑损益影响增长0.45pct至-0.36%。报告期内，公司经营活动现金净额同比增长101.1%，主要系销售回笼增加，达到了11.27亿元。

● Q3费用下降，毛利提升，盈利能力增强

公司Q3实现营业收入27.89亿元，同比增长4.12%；实现归母净利润3.63亿元，同比增长4.68%。单三季度公司毛利率为29.64%，较去年同期上涨1.05%，我们认为公司盈利能力加强受到两方面因素影响：1)公司期间费用率管控显成效，三季度四费率12.47%，较前期下降0.71pct。2)公司积极拓展全球主流新能源车企，目前已成功获取大众、戴姆勒、宝马、沃尔沃、奥迪、PSA、捷豹、路虎等新能源车平台订单；国内主要有吉利、比亚迪、上汽等，主要配套了水冷板、chiller、阀类部件、水泵及组件产品等。其中沃尔沃某款新能源车单车配套货值达到5000元。近期新增美国通用汽车电子水泵近10亿元订单。

● 热管理系统是新能源汽车必不可少的部件，特斯拉国产呈利好

我们认为新能源汽车热管理系统是必不可少的重要部件，用以控制新能源汽车的核心驱动装置，将其控制在合理的温度区间内，提升工作效率；单车新能源汽车热管理价值有望冲击7000元。公司作为新能源汽车热管理龙头充分受益。随着未来各大主机厂订单不断增加以及特斯拉上海工厂的成立，公司有望充分受益。由此我们预计公司2019-2021年归母净利润为14.84亿元、15.89亿元、17.37亿元，对应PE 27x、25x、23x，维持“增持”评级。

● 风险提示

汽车下游产销不及预期、新能源热管理系统渗透不及预期等。

当前价/目标价：14.15元/17.74元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：17.66 / 9.72

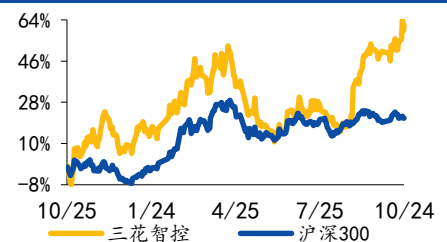
A股流通股(百万股)：2414.79

A股总股本(百万股)：2765.66

流通市值(百万元)：34169.34

总市值(百万元)：39134.06

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 薛雨冰

电话 021-51097188

邮箱 xueyubing@gyzq.com

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9581	10836	11985	13292	14781
收入同比(%)	25	13	11	11	11
归母净利润(百万元)	1236	1292	1484	1589	1737
归母净利润同比(%)	25	5	15	7	9
ROE(%)	15.7	15.0	15.3	14.8	14.6
每股收益(元)	0.45	0.47	0.54	0.57	0.63
市盈率(P/E)	32.47	31.06	27.05	25.26	23.10

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8784	9687	10287	11174	12134
现金	1501	1349	1387	1423	1425
应收账款	1632	1846	2064	2293	2544
其他应收款	94	87	122	130	142
预付账款	54	50	58	66	73
存货	1857	2027	2257	2495	2776
其他流动资产	3646	4329	4398	4768	5173
非流动资产	3564	4245	4022	3793	3563
长期投资	60	13	10	10	10
固定资产	2481	2942	2941	2764	2499
无形资产	419	535	627	730	843
其他非流动资产	605	755	444	289	210
资产总计	12348	13932	14309	14967	15696
流动负债	3755	4793	4115	3691	3220
短期借款	607	1105	1250	1402	1539
应付账款	2497	1582	2068	1469	832
其他流动负债	650	2106	797	820	848
非流动负债	668	439	407	407	407
长期借款	485	222	222	222	222
其他非流动负债	182	217	185	185	185
负债合计	4423	5232	4522	4098	3626
少数股东权益	50	85	99	116	135
股本	2120	2131	2770	2770	2770
资本公积	1620	1702	1063	1063	1063
留存收益	4175	4938	5889	6959	8140
归属母公司股东权益	7875	8615	9687	10753	11935
负债和股东权益	12348	13932	14309	14967	15696

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	664	1288	571	563	590
净利润	1251	1311	1498	1605	1756
折旧摊销	293	311	339	361	372
财务费用	125	-52	57	63	70
投资损失	-38	-49	-30	-30	-30
营运资金变动	-927	-445	-1277	-1461	-1604
其他经营现金流	-40	211	-16	25	26
投资活动现金流	-1772	-1279	-88	-99	-109
资本支出	601	915	0	0	0
长期投资	55	-48	-1	-0	-0
其他投资现金流	-1116	-412	-89	-99	-109
筹资活动现金流	909	-203	-445	-428	-478
短期借款	309	497	145	152	138
长期借款	212	-263	0	0	0
普通股增加	319	10	639	0	0
资本公积增加	991	82	-639	0	0
其他筹资现金流	-922	-529	-590	-580	-615
现金净增加额	-215	-193	38	35	3

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9581	10836	11985	13292	14781
营业成本	6589	7738	8446	9357	10403
营业税金及附加	81	86	90	100	111
营业费用	489	532	588	653	726
管理费用	545	582	644	715	795
研发费用	327	437	450	560	640
财务费用	125	-52	57	63	70
资产减值损失	49	55	40	40	40
公允价值变动收益	10	-21	5	5	5
投资净收益	38	49	30	30	30
营业利润	1472	1546	1734	1870	2062
营业外收入	11	2	10	10	10
营业外支出	7	9	10	12	15
利润总额	1477	1539	1734	1868	2057
所得税	226	228	236	262	301
净利润	1251	1311	1498	1605	1756
少数股东损益	15	19	14	16	19
归属母公司净利润	1236	1292	1484	1589	1737
EBITDA	1890	1805	2130	2293	2503
EPS (元)	0.58	0.61	0.54	0.57	0.63

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	25.1	13.1	10.6	10.9	11.2
营业利润 (%)	35.6	5.0	12.1	7.8	10.3
归属母公司净利润 (%)	24.7	4.6	14.8	7.1	9.3
获利能力					
毛利率 (%)	31.2	28.6	29.5	29.6	29.6
净利率 (%)	12.9	11.9	12.4	12.0	11.8
ROE (%)	15.7	15.0	15.3	14.8	14.6
ROIC (%)	17.4	13.8	15.1	14.5	14.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.8	37.6	31.6	27.4	23.1
净负债比率 (%)	30.21	34.57	40.53	48.58	58.96
流动比率	2.34	2.02	2.50	3.03	3.77
速动比率	1.82	1.58	1.92	2.32	2.86
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.82	0.85	0.91	0.96
应收账款周转率	6	6	6	6	6
应付账款周转率	3.66	3.79	4.63	5.29	9.04
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	0.47	0.54	0.57	0.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.46	0.21	0.20	0.21
每股净资产 (最新摊薄)	2.84	3.11	3.50	3.88	4.31
估值比率					
P/E	32.47	31.06	27.05	25.26	23.10
P/B	5.10	4.66	4.14	3.73	3.36
EV/EBITDA	21	22	19	18	16

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188